



Главное:

- ФРС провозгласил QE-3 без лимитов, удлинил обещание удерживать ставки на нулевом уровне до 2015 года.
- Акции продолжают расти в стиле «don't fight the Fed» (~ не играйте против ФРС).
- Центробанк РФ решился-таки на повышение операционных ставок на 0.25% для борьбы с растущим инфляционным давлением. Мы ждем «трансмиссии» (~распространения) решения ЦБ РФ на стоимость кредитов и депозитов банков. Предположительно, порядка четверти процента роста ставок в течение месяца.

Накануне:

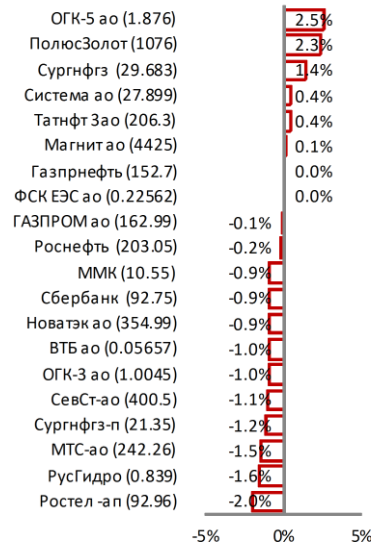
Бернанке сделал то, к чему склонялся консенсус экономистов – ФРС вчера провозгласила третий этап QE-3 и удлинила словесный ориентир по низким ставкам до середины 2015 года (что находится за пределами текущего срока председательства Бернанке, заканчивающегося в январе 2014 г.).

Несмотря на то, что большинство наблюдателей склонялось к тому, что так и будет, но интрига была (к примеру, «Рейтер» из опросов экономистов высчитал медианную вероятность QE-3 как 60%, что не так далеко от 50% на 50%).

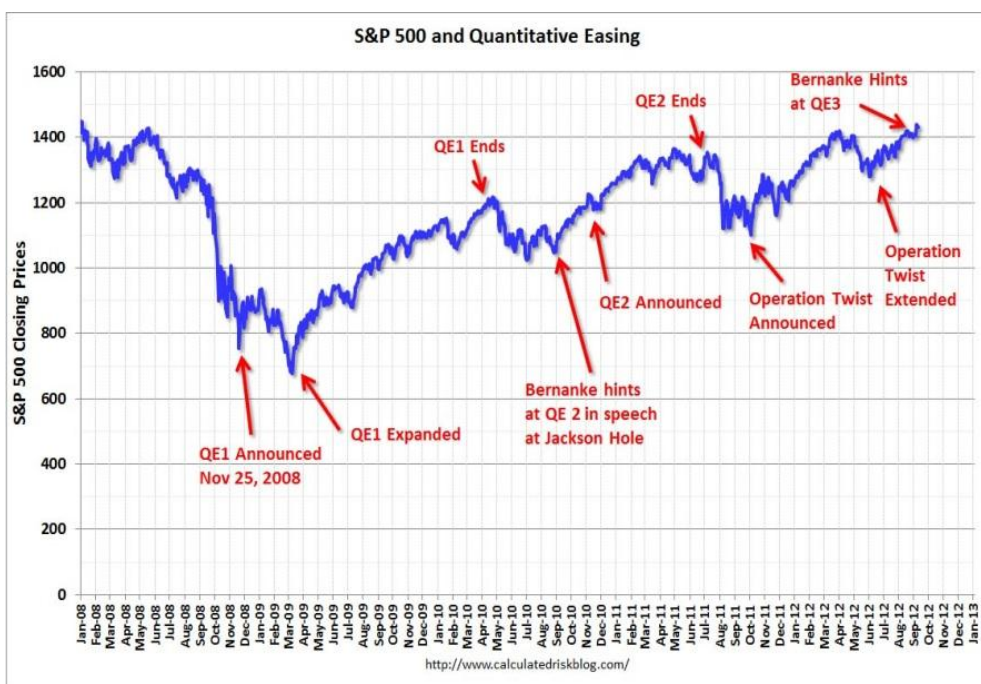
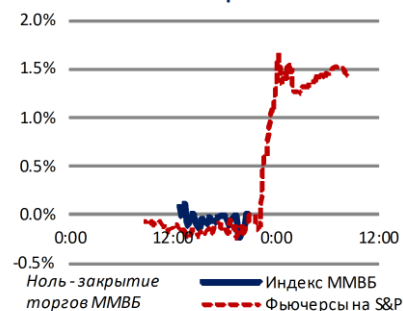
Акции. Реакция рынков ожидаемо положительная, как и на предыдущие раунды «печатания». Решение ФРС было объявлено в 22-30 пермского, понятно, что торги на российских площадках будут «отыгрывать» это сегодня (индекс ММВБ минус 0.4% вчера). Европейские фондовые рынки торгуются до 21-30 по пермскому, и также будет «реагировать» только сегодня.

Индекс S&P 500 +1.6%, это максимум с 2007 года. До исторических максимумов 2007 года американскому рынку остается всего лишь 7.8%, со «дна» 2009 года рост составил уже 120%. Поведение S&P 500

Лидеры изменений на ММВБ



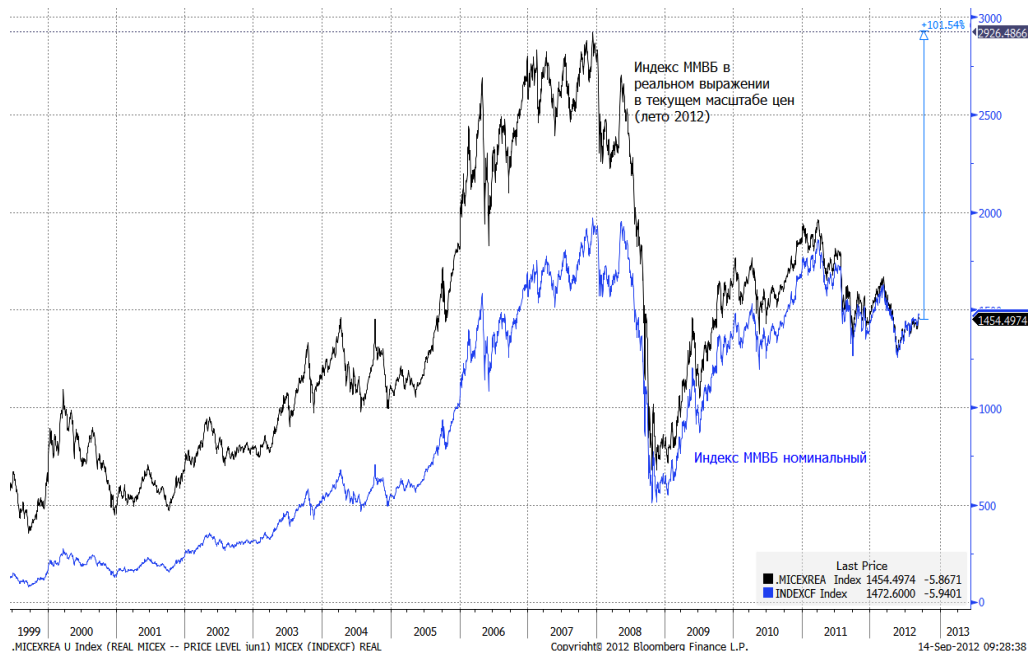
Рынки после закрытия ММВБ



наглядно демонстрирует идею, что «второй волны» не будет.

Это ставит вопрос, будут ли российские акции «догонять», если да, то когда и по какой траектории. Сегодня рост очевиден - индекс ММВБ должен открыться почти на 2%. Фьючерс на индекс РТС подскочил ночью больше чем на 3% (отражая, в том числе, укрепление рубля за вчерашний день еще на 1%, см. далее).

Остается вопрос, будут ли расти российские акции дальше. Так, до рублевого максимума по индексу ММВБ нужно расти еще +33%. В долларовом измерении максимумы еще дальше. РТС с текущих ~1500 п. до максимума мая 2008 года в ~2500 п. нужно подняться на 65%. Долларовый индекс вернее показывает перспективы, поскольку рублевая инфляция с мая 2008 года по



текущую дату составила около 40%. В реальном рублевом выражении (см. график справа) российским акциям до максимумов нужно расти вообще в 2 раза.

Если что и известно про предсказуемость рынков акций, так это то, что после кризиса цены низкие и имеют тенденцию расти. Отчасти это связано с эффектом «забывания», когда в душах инвесторов постепенно ослабевает травма от случившегося в кризис обвала акций. Это происходит не одновременно, а поэтому восстановление не бывает слишком быстрым. Так что рост акций когда-то должен случиться. Сейчас сложились крайне благоприятные условия для этого – желающих играть в «тему кризиса» явно поубавилось, а экспансионистская политика ФРС и ЕЦБ может оказать благоприятное воздействие на экономику и акции.

Валюты. Курс евро сейчас выше 1.3 \$/€, а курс рубля колеблется около 31 руб./\$ ровно. По обеим валютам это максимумы с мая (похоже,



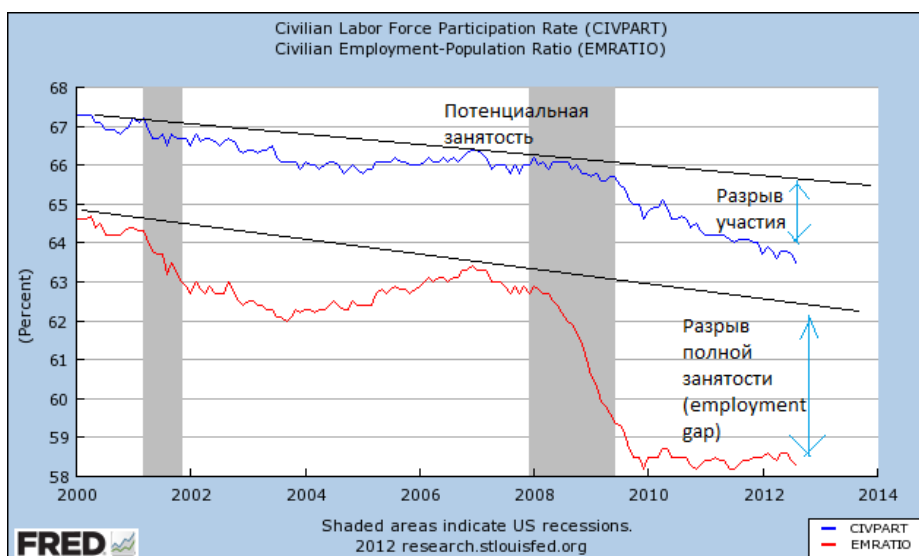
правильнее говорить, что это у доллара минимумы с мая к валютам).

Наша регрессионная модель (учитывающая инфляцию и цены на нефть) предсказывает равновесный курс 30.28/\$ (см. предыдущую страницу). До равновесного курса необходимо укрепление еще на 2%+, хотя возможно и «чрезмерное» укрепление, если пресловутый «отток» капитала уменьшится или, более того, сменится притоком.

Сам приток вполне вероятен, вчерашнее повышение ставок Центробанка должно активизировать схемы carry-trade. Мы поясним это простой логикой. Ставки в долларовой зоне (и других основных валютах также) близки к нулю. В России после вчерашнего повышения короткая ставка близка к ~6%, сейчас поднимется до ~6.25%. Займ в США под ~0%, конвертация в рубли, размещение депозита в рублевой зоне под 6.25% будут прибыльными, если рубль не упадет за год ниже чем $31 \times 1,0625 = 32,94$ руб./\$. На стороне игроков в carry-trade находится статистика – подобные схемы (фондирование в валютной зоне с низкими ставками, размещение с высокими) статистически прибыльны.

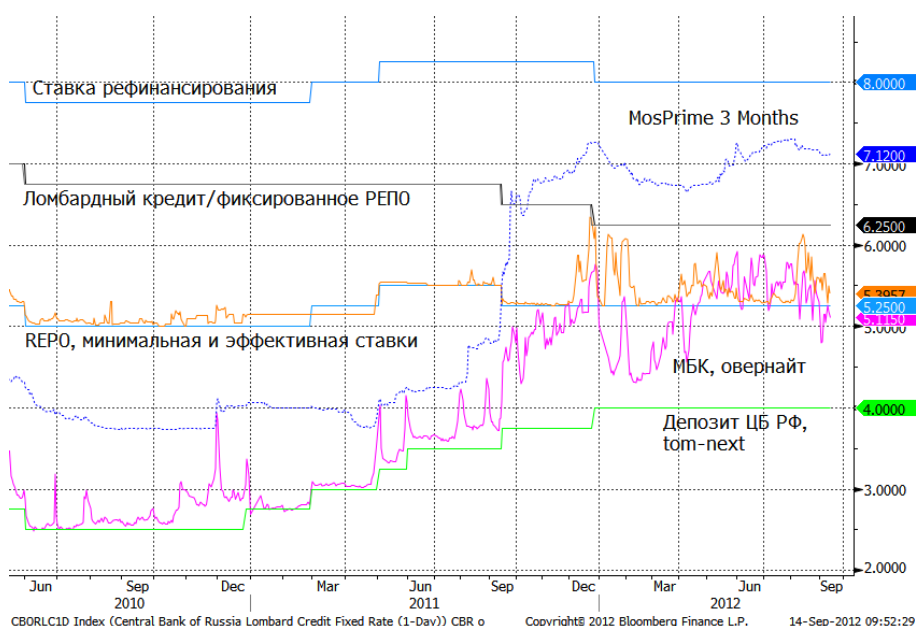
Цены на нефть (пока?) не показали явно выраженной реакции на решение ФРС. «Брент» торгуется близи \$116.5/баррель, это район максимумов с начала мая. Изучение нами научной литературы говорит, что повышение инфляционных ожиданий (ассоциированное с QE, где инфляция - это главная цель действия ФРС) должно сказаться на товарных рынках и акциях. Цены «энергии» в наибольшей степени реагируют на инфляцию и инфляционные ожидания.

ФРС. Объявление третьего раунда «печатания» предполагает следующее. Каждый месяц будет покупаться по \$40 млрд. ипотечных облигаций. Программа бессрочная и будет выполняться с целью действительно заставить вырасти инфляционные ожидания. А это, повторимся, должно подтолкнуть рыночных агентов начать сбрасывать «номинальные активы» и менять их на «реальные». То есть деньги (доллары) начнут дешеветь относительно товаров. Процесс обмена «номинального» на «реальное» и есть трата, то есть стимулирование спроса. Цель Бернанке – снизить безработицу (8.1% в августе). Мы также приводим картинку по мотивам блога Бреда ДеЛонга, где он поясняет понятие безработица. Кроме тех, кто ищет работу, есть «разочарованные», которые ушли с рынка труда.



Интересное и важное:

• Центробанк РФ вчера решил-таки на повышение ставок. Напомним суть вопроса: в стране с 2011 года началось действительное «таргетирование» инфляции, инфляция растет и должна превысить верхнюю границу цели ЦБ РФ из коридора в 5-6%. Ставки не изменялись уже почти как год (если не считать сужение коридора в конце 2011 г.). Вчера ЦБ РФ поднял все основные ставки на 0.25% с целью борьбы с инфляцией. Есть некоторая противоречивость в этом



решении, поскольку не ясно насколько подлинным является инфляционное давление сейчас, а насколько – результат эффекта прошлогодней низкой базы цен из-за хорошего урожая и плохого урожая сейчас.

С другой стороны в стране действительно низкая безработица, и это может характеризовать собой «перегрев».

У ЦБ РФ полно разных ставок (см. http://www.cbr.ru/dkp/print.aspx?file=standart_system/rates_table_1_2.htm&pid=dkp&sid=ITM_49976). На приведенном графике не показаны изменения. Но суть решения в том, что нижняя граница (депозиты в ЦБ) и верхняя граница (рефинансирование по РЕПО и ломбардным кредитам) сдвигаются вверх. Это должно оказать влияние на другие ставки в банковской системе, притормозить экономику, то есть снизить спрос.

• В таблице ниже мы приводим основные прогнозы по экономике, которые сделала ФРС вчера.

Economic Projections of Federal Reserve Board Members and Federal Reserve Bank Presidents, September 2012

Advance release of table 1 of the Summary of Economic Projections to be released with the FOMC minutes

Variable	Central tendency ¹					Range ²				
	2012	2013	2014	2015	Longer run	2012	2013	2014	2015	Longer run
Change in real GDP	1.7 to 2.0	2.5 to 3.0	3.0 to 3.8	3.0 to 3.8	2.3 to 2.5	1.6 to 2.0	2.3 to 3.5	2.7 to 4.1	2.5 to 4.2	2.2 to 3.0
June projection	1.9 to 2.4	2.2 to 2.8	3.0 to 3.5	n.a.	2.3 to 2.5	1.6 to 2.5	2.2 to 3.5	2.8 to 4.0	n.a.	2.2 to 3.0
Unemployment rate	8.0 to 8.2	7.6 to 7.9	6.7 to 7.3	6.0 to 6.8	5.2 to 6.0	8.0 to 8.3	7.0 to 8.0	6.3 to 7.5	5.7 to 6.9	5.0 to 6.3
June projection	8.0 to 8.2	7.5 to 8.0	7.0 to 7.7	n.a.	5.2 to 6.0	7.8 to 8.4	7.0 to 8.1	6.3 to 7.7	n.a.	4.9 to 6.3
PCE inflation	1.7 to 1.8	1.6 to 2.0	1.6 to 2.0	1.8 to 2.0	2.0	1.5 to 1.9	1.5 to 2.1	1.6 to 2.2	1.8 to 2.3	2.0
June projection	1.2 to 1.7	1.5 to 2.0	1.5 to 2.0	n.a.	2.0	1.2 to 2.0	1.5 to 2.1	1.5 to 2.2	n.a.	2.0
Core PCE inflation ³	1.7 to 1.9	1.7 to 2.0	1.8 to 2.0	1.9 to 2.0	n.a.	1.6 to 2.0	1.6 to 2.0	1.6 to 2.2	1.8 to 2.3	n.a.
June projection	1.7 to 2.0	1.6 to 2.0	1.6 to 2.0	n.a.	n.a.	1.7 to 2.0	1.4 to 2.1	1.5 to 2.2	n.a.	n.a.

NOTE: Projections of change in real gross domestic product (GDP) and projections for both measures of inflation are from the fourth quarter of the previous year to the fourth quarter of the year indicated. PCE inflation and core PCE inflation are the percentage rates of change in, respectively, the price index for personal consumption expenditures (PCE) and the price index for PCE excluding food and energy. Projections for the unemployment rate are for the average civilian unemployment rate in the fourth quarter of the year indicated. Each participant's projections are based on his or her assessment of appropriate monetary policy. Longer-run projections represent each participant's assessment of the rate to which each variable would be expected to converge under appropriate monetary policy and in the absence of further shocks to the economy. The June projections were made in conjunction with the meeting of the Federal Open Market Committee on June 19-20, 2012.

1. The central tendency excludes the three highest and three lowest projections for each variable in each year.

2. The range for a variable in a given year includes all participants' projections, from lowest to highest, for that variable in that year.

3. Longer-run projections for core PCE inflation are not collected.

- Приватизация крупнейших энергетических компаний состоится в ближайшее время. Так, правительство готовится приватизировать 4,11% минус 1 акция «ФСК» уже в следующем году. Сама компания начала предпринимать самостоятельные шаги для создания дополнительного спроса на свои бумаги. «ФСК» предлагает акционерам бесплатно конвертировать обыкновенные акции в GDR в течение трехмесячного периода с 17 сентября по 16 декабря. Доступ на лондонскую площадку «ФСК» получила в прошлом году, где обращается около 2% акций компании. Эта инициатива направлена на привлечение новых институциональных инвесторов и на повышение ликвидности депозитарных расписок. На наш взгляд, вряд ли стоит ожидать высокий спрос на перевод акций, так как по-прежнему иностранные, да и отечественные инвесторы стараются обходить стороной российский энергетический сектор. Неопределенность ситуации вокруг объединения «ФСК» и «Холдинга МРСК» вызывает гораздо больший интерес у инвесторов.

- «Газпром нефть» и французская Total хотят начать совместное производство модифицированного (полимерного) битума на базе Московского НПЗ, сообщает «РБК daily». Преимущество полимерного битума над обычным состоит в его большей устойчивости к перепадам температур, что делает его более эффективным в использовании

для производства дорожного покрытия. Предполагается, что ежегодный объем производства битума будет доходить до ~60 тыс. т., причем 30% из которых будет составлять полимерный битум. Объем инвестиций оценивается на уровне \$10 млн. Объем российского рынка модифицированного битума насчитывает пока 50 тыс. т., но продолжает расти устойчивыми темпами. Рентабельность производства полимерного битума на порядок выше, чем обычного битума, и инвестиции «Газпром нефти» и Total могут окупиться буквально за год.

- Дочерняя компания «Фармстандарта» «Фармстандарт-лекарства» объявила на встрече с инвесторами, что больше в этом году не планирует скупать бумаги материнской компании на открытом рынке. На текущий момент дочка приобрела уже 8,44% «Фармстандарта», тем самым снизив free float на Московской бирже практически вдвое. Покупка акций была направлена на поддержание котировок. В дальнейшем эти бумаги могут быть использованы для финансирования сделок M&A.

ПРОИЗВОДСТВО НЕФТЕБИТУМОВ НА НПЗ РОССИИ В ЯНВАРЕ И ИЮЛЕ 2012 года, ТЫС. ТОНН

Компания	Производство за январь	Производство за июль
Alliance Oil	-	11,9
«Башнефть»	-	63,5
«Газпром нефтехим Салават»	-	19,8
«Газпром нефть»	50,8	121,6
ЛУКОЙЛ	16,6	162,7
«Роснефть»	50	145,6
«Славнефть»	-	74,1
«Сургутнефтегаз»	-	42,1
ТАИФ-НК	-	13,2
ТНК-ВР	69,6	99,6
«Фортеинвест»	-	33,4
Всего в России	187	787,5

Источник: ИАЦ «Кортес»



Местное:

- Губернатор Пермского края В. Басаргин выдвинул своего бывшего замминистра регионального развития РФ Р. Панова на пост регионального премьера, сообщает «Коммерсантъ Прикамье». Его кандидатура должна быть внесена на рассмотрение заседания законодательного собрания, которое состоится 20 сентября.

Конъюнктура рынков:

Индекс РТС



Индекс S&P 500



Индекс Shanghai SE Composite



EUROSTOXX 50



Курс RUB/USD



Курс USD/EUR



Курс JPY/EUR



Курс BRL/USD



Нефть Brent, \$/барр.



Золото, \$/Oz



Серебро, \$/Oz



Никель, \$/тонна



ООО Управляющая компания «Парма-Менеджмент»

Россия, 614990, г. Пермь, ул. Орджоникидзе, 15
тел. (342) 210-30-05, факс (342) 210-59-69
www.p-fondy.ru

КОНТАКТНЫЕ ЛИЦА

Матвеев Эдуард Вениаминович
Генеральный директор
тел. (342) 210-59-91, edward@pfc.ru

Тимофеев Дмитрий Вячеславович
Начальник аналитического отдела
тел. (342) 210-59-98, tidivi@pfc.ru

Рахимов Денис Владимирович
Главный специалист по работе с VIP-клиентами
тел. (342) 257-11-02, rd@pfc.ru

Лицензия на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами за № 059-09779-001000 выдана ФСФР России 21.12.2006г. без ограничения срока действия.

Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00067 выдана ФСФР России 3.06.2002г. без ограничения срока действия.

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Настоящая информация не является рекомендацией по купле и продаже ценных бумаг, составлена на основе публичных источников, признанных надежными, однако ООО УК «Парма-Менеджмент» не несет ответственности за точность приведенных в обзоре данных. Аналитические материалы ООО УК «Парма-Менеджмент» являются внутренними документами компании, а также имеют целью информирование ее клиентов в рамках услуг доверительного управления и паевых инвестиционных фондов. Сотрудники компании, а также сама компания может владеть ценными бумагами, упомянутыми в данном обзоре напрямую или опосредованно, что может быть причиной конфликта интересов. Инвестирование в ценные бумаги сопряжено со значительным риском, и решения об инвестициях должны приниматься инвестором самостоятельно.